

## IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 77 septiembre 2016

Dr. Jens Weidmann, Presidente del Bundesbank

### ESTABILIDAD DE PRECIOS ¿ES UN PROCESO AUTOMÁTICO O ES UNA TAREA PERMANENTE?

*El debate sobre la Estabilidad de Precios como objetivo primordial de la misión del Banco Emisor constituye también en los momentos actuales de bajos tipos interés y estabilidad de precios una de las preocupaciones de la Política Monetaria. El Presidente del Bundesbank Dr. Jens Weidmann refleja en esta intervención con motivo del Simposio organizado en torno a la “estabilidad financiera y de precios: la prioridad de la Política, el marco legal y las leyes económicas” la realidad de la situación actual en la Zona Euro y sus perspectivas.*

#### 1. Introducción

La Fundación “Geld und Währung” fue creada en el año 2001 para mantener y fomentar en la conciencia de la opinión pública la importancia de la estabilidad monetaria –así está escrito en el Reglamento de la Fundación.

La estabilidad de precios no es ningún fin por sí mismo. Es un importante presupuesto para la prosperidad económica. Esto lo ha mostrado la experiencia de la República Federal de Alemania y lo prueban también muchos trabajos de investigación (1)(2)

Precios estables fueron logrados y defendidos en el pasado con esfuerzo. Esto se debe también a que las ventajas de la estabilidad de precios son en beneficio de toda la población. Pero son difíciles de valorar individualmente como la ventaja de un puesto de trabajo seguro, de unos salarios altos o de una reducida carga impositiva. Por eso los Bancos Centrales se encuentran ante el continuo peligro de ser presionados para que renuncien a la estabilidad de precios en favor de otros objetivos de la Política Económica.

Helmut Schmidt dijo una vez que él “prefería un 5% de inflación a un 5% de paro”. Pero si se parte de que una tasa de paro del 5% hoy no es para la Política Económica actual el espectro de lo que fue en los años 70, se ha llegado a la conclusión de que ese conflicto de intereses entre inflación y paro no se da a largo plazo. Sin embargo, ha habido tendencias en el pasado más reciente de utilizar la Política Monetaria para otros objetivos de Política Económica –como la exigencia de que el Eurosistema debería ser “el facilitador de crédito de última instancia” para los Países del Euro.

En la historia del Banco Federal Alemán se entiende que luchar por la estabilidad de precios es, sobre todo, mantener la inflación a raya. Cuando la estabilidad de precios estaba amenazada, sobre todo, por una elevada inflación. Entonces las elevadas tasas de inflación fueron consecuencia de ambos shocks del precio del petróleo en los años 70 y estuvo también presente la presión sobre los precios en el contexto de la unificación de las dos Alemanias a principios del año 1990.

Actualmente, por el contrario, la inflación es muy baja –a pesar de que los tipos de interés son históricamente más bajos. Últimamente los precios estaban bajando de nuevo. Las proyecciones del Eurosistema predicen que los precios en el período de pronóstico se volverán a incrementar paulatinamente de nuevo.

¿Está asegurada la estabilidad de los precios en la Zona Euro de modo permanente? ¿Es prácticamente algo que se mueve por sí mismo? ¿Y por lo tanto es superflua la Fundación “Geld und Währung”? ¿O peligrará la estabilidad de precios a largo plazo “por lo bajo” y no se

debería dedicar la Fundación de modo consecuente a estudiar los riesgos de una tasa de inflación demasiado baja?

Sobre estas cuestiones hablaré los próximos 20 minutos.

Pero desearía comenzar señalando la importancia que tiene la investigación en el ámbito de la Política Monetaria. Pues la Fundación “Geld und Währung” logrará sus fines fomentando la investigación de las Ciencias Económicas y Jurídicas en el terreno que corresponde a la esencia de la Política Monetaria. De esta manera colabora a que se puedan tomar decisiones responsablemente fundamentadas en el ámbito de la Política Monetaria y de la Estabilidad Financiera. Lo que constituye para los banqueros de los Bancos Emisores su preocupación. Y sólo por eso seguirá siendo siempre de actualidad el trabajo de la Fundación.

#### 2. Investigación

Gerhard Schröder dijo en una ocasión que “para gobernar sólo necesito Bild, BamS und Glotze” (Prensa amarilla y TV). Sé por mi propia experiencia en Berlín que esto no es naturalmente tan sencillo. Y también Gerhard Schröder ha confirmado después la cita pero añadiendo que para realizar una buena política se necesita algo más.

Para la Política Monetaria se puede entender con bastante claridad qué es lo que significa ese “algo”: Transparencia y la obligación de presentar las cuentas lo que son para el Sistema Euro el compañero imprescindible para su independencia. Y la presentación de cuentas se consigue de forma convincente cuando las decisiones se fundamentan analítica y empíricamente. Y esto lo proporciona, sobre todo, la investigación económica.

La necesidad de fomentar la investigación sobre la esencia del dinero se da en la Política Monetaria, sobre todo, por la complejidad de las interrelaciones económicas y porque además varía constantemente el entorno de la Política Monetaria. Así los mercados financieros tienen claramente hoy mayor importancia para la Política Monetaria que en las pasadas décadas.

Al cambiar continuamente las condiciones del entorno se precisa de una continua revisión sobre cómo impacta la Política Monetaria, cuáles son los conocimientos que tienen consistencia y cuáles precisan quizás de una actualización. Pero en medio de toda la incertidumbre hay también puntos de vista fundamentales que no cambian. Uno de ellos afirma, por ejemplo, que los Bancos Emisores independientes cuidan mejor de la estabilidad de precios que los Bancos Emisores dependientes.

## IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 77 septiembre 2016

Hay también otra razón por la que el Banco Federal no puede renunciar a la investigación: Para convencer al Consejo del BCE y a las Comisiones preparatorias, nuestros argumentos deben involucrarse ahí. Y esto será tanto más fácil cuanto mejor estén fundamentados.

Por eso el Banco Federal ha desarrollado continuamente sus actividades investigadoras en los últimos años. Todavía en los años 90 fue considerada la actividad investigadora realizada por todos los colegas de nuestro Servicio de Estudios Central, por así decirlo, como “colateral”, en cuanto que se asignaban los colegas transitoriamente a los grupos de investigación. Entretanto se ha creado un gran Centro de Investigación con 34 colaboradores.

“Pero las decisiones de Política Monetaria no pueden adoptarse sólo en base a modelos reducidos”, así lo ha formulado recientemente *Otmar Issing* –y estoy completamente de acuerdo con él.

Los modelos ayudan naturalmente a estimar, por ejemplo, las consecuencias de nuestras medidas de Política Monetaria. Pero lo relevante para la *praxis* es el producto de la fundamentación teórica, de la verificación empírica y de una larga experiencia institucional. Por eso se debe prestar también mucha atención al análisis de casos y a los análisis de la Historia Económica, así como de las condiciones institucionales del entorno. Pues sólo así se asegura la robustez de los conocimientos.

Este aspecto puede ser ilustrado ejemplarmente con los efectos del programa de la compra de la deuda soberana. Los análisis de los modelos tienen –según los presupuestos que se pongan como base en cada caso - una enorme amplitud en cuanto a los efectos sobre la tasa de inflación que van desde 0,1 puntos porcentuales hasta 1. Con lo que todavía no queda contestada la cuestión de si los efectos son estadísticamente relevantes, ya que a la incertidumbre del modelo y a la incertidumbre de los parámetros se añade además la posibilidad de que la interrelación cambie a lo largo del tiempo. Si les interesa a Vds. este tema, en el *Monatsbericht* del próximo mes se publicarán las consecuencias económicas globales de la expansión cuantitativa en la Zona Euro.

En resumen es importante que la Fundación “*Geld und Währung*” apoye muchos proyectos que en su conjunto impliquen un amplio espectro metodológico –yendo de lo económico a lo jurídico y de los modernos modelos macroeconómicos para tratar las instituciones como el Consejo de Estabilidad o sobre las reglas de los límites del endeudamiento.

Quisiera también mencionar en este contexto el fomento por la Fundación “*Geld und Währung*” del Centro de Competencias “Dinero, Moneda y Estabilidad Financiera” en la Universidad Goethe de Frankfurt. El “Centro de Competencias” convoca mediante conferencias, clases y reuniones de trabajo a la Ciencia y a la Praxis –a este intercambio, lo que es también para muchos miembros del Banco Federal una posibilidad muy apreciada para tener al día su saber teórico y empírico.

### 3. La importancia de la Estabilidad de Precios

La Fundación “*Geld und Währung*” financia el fomento de la investigación claramente con un Patrimonio Fundacional que procede

de los ingresos de la venta de las primeras y hasta ahora las únicas monedas de oro de la República Federal de Alemania en el año 2001. La Moneda debe honrar la especial responsabilidad del Banco Federal por la estabilidad de los precios.

Estabilidad de precios es el objetivo supremo del Banco Federal. A ello nos comprometemos y esto es valorado por la opinión pública. En todo caso esta es la impresión que tengo cuando hablo con los ciudadanos.

Por otra parte, la estabilidad de precios no es actualmente tomada en consideración como una gran exigencia por la población. En Alemania según el Eurobarometer actualmente sólo el 10% de los encuestados consideran la subida de los precios como el más importante de los problemas económicos de su país. En la primavera del 2012 eran todavía más del 20%. En la UE el promedio actual está en el 14%.

Puesto que la tasa de inflación es desde el año 2012 decreciente y desde hace 18 meses oscila alrededor de la línea cero, resulta poco sorprendente el que la inmigración, el paro y la situación económica supongan actualmente para los europeos encuestados los problemas más acuciantes. Según esto, el eurobarometer no preguntó si los europeos temen ahora por una posible caída duradera de los precios.

Pero ¿y qué significa ahora para el actual entorno de baja tasa de inflación concretamente para el objetivo de la estabilidad de precios?

#### 3.1 Definición de la estabilidad de precios

Muchos de Vds conocen la definición de Estabilidad de Precios del Eurosistema.

El Eurosistema define “Estabilidad de precios como el incremento del índice de precios armonizado de los consumidores para el espacio que tiene al Euro como moneda y que se encuentra a medio plazo por debajo del 2%”. En el marco de su revisión estratégica en el año 2003 ha aclarado además el Consejo del BCE que se persigue que la tasa de encarecimiento en el espacio del Euro a medio plazo se mantenga ligeramente por debajo del 2%.

Sigo considerando este objetivo como el adecuado. Pretende sopesar los costes macroeconómicos de una inflación demasiado alta frente a los costes de una inflación muy baja.

Ciertamente que en Alemania es mucho más sencillo ilustrar los costes de una elevada inflación. La experiencia de la hiperinflación del año 1923 ha caracterizado a más de una generación.

Pero no es necesario encontrarse en una hiperinflación para que la inflación ocasione costes económicos globales. Una amplia literatura empírica de los últimos años de la década de los 80 y principios de los 90 demuestra que unas tasas de inflación comparativamente de tipo moderado generan costes de crecimiento. Lo cual ha contribuido, por lo demás, a que el Eurosistema se olvide del objetivo prioritario de la estabilidad de precios.

Pero también una tasa de inflación baja es perjudicial: Un argumento consiste en que tasas con pequeños incrementos de los precios crea una cierta distancia de seguridad con respecto a los límites inferiores de los tipos de interés.

## IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 77 septiembre 2016

Y esta distancia no se encuentra, como entretanto sabemos, exactamente en cero, pero tampoco de manera significativa por debajo del mismo. La zona de juego que tiene el Banco Emisor con los instrumentos convencionales para estimular la economía puede agotarse de manera muy rápida con un objetivo de baja de inflación. Y los instrumentos no convencionales hacia los que se desvía se encuentran estrechamente relacionados con complejas intervenciones en el mercado y otras consecuencias colaterales.

La inflación cero tampoco es lo que se debe perseguir, ya que algunos sectores o el conjunto de la economía que tienen que recuperarse de una cierta pérdida de competitividad, no solo deben lograr reducciones salariales reales, incluso también nominales. Lo cual es difícil de aplicar, ya que las personas piensan más bien en dimensiones nominales que en magnitudes reales.

En la Zona Euro se añade además como argumento que se asume una media en torno al 2% entre las diferencias de inflación dentro del área monetaria, sin que los Países concretos presenten reducciones en los precios, incluso durante largos periodos de tiempo.

En la medida en la que no exista una trayectoria coyuntural sincronizada entre los Países Miembros de la Comunidad, lo normal es el que existan diferentes tasas de carestía. Si la Política Monetaria persigue un valor medio de 0%, siempre existirán países concretos en el área negativa.

Pero además existe otro motivo por el cual se debe perseguir una baja tasa de inflación, pero positiva: los problemas de medición estadística. Ciertamente que la inflación puede medirse de manera exacta, pero tampoco tan exacta. Siempre existe el peligro de cometer errores de medición. Las distorsiones en las estadísticas de precios generan el que las tasas de inflación oficial sobrevaloran las devaluaciones monetarias reales, debido a que el esquema de estimación y la cesta de la compra de las estadísticas van por detrás de los comportamientos de los consumidores.

Aunque si bien también aquí en los últimos años, especialmente como consecuencia de los ajustes cualitativos hedónicos de los precios y de los cortos intervalos entre las actualizaciones de la cesta de la compra, se han conseguido ciertos progresos. Pero ello no implica el que los errores de medida estadística supongan un par de décimas.

Por parte de algunos conocidos economistas que defiende la Tesis, tal como lo hace el economista americano Martin Feldstein, de que como consecuencia de la digitalización y de la revolución de internet este error de medida incluso se ha incrementado. Ya que la estadística de precios considera el efecto amortiguador de muchas de las prestaciones que se han dispuesto en internet sin coste, prestaciones que no están adecuadamente consideradas.

Aquí considero que hay que seguir investigando para poder estimar la dimensión real de este efecto.

### 3.2. La estabilidad de precios: ¿dónde nos encontramos?

Si se mide según la definición oficial de la estabilidad de precios se puede considerar que hoy la inflación es más bien baja que alta.

Nuestra definición a plazo medio de la estabilidad de precios nos permite, sin embargo, en la actualidad conocer qué impacto ejercen

las medidas no convencionales. Naturalmente que puede suceder que en un periodo largo con una tasa de inflación por debajo del 2% puede llevar a que disminuya la credibilidad de la Política Monetaria. Con lo que se incrementaría también el peligro del efecto de la segunda vuelta.

Una tal pérdida de confianza no la percibo en estos momentos. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en el mercado parece ser que se han estabilizado en torno al 1,5% y las expectativas de inflación a largo plazo basada en las encuestas se encuentra ya, en cualquiera de los casos, muy próxima a la tasa de incremento de precios perseguida.

Pero también los incrementos salariales en el espacio euro no presentan ningún motivo para que empiecen a sonar las alarmas. Ciertamente que el crecimiento salarial se ha mantenido, lo que no es asombroso a la vista de las desventajas existentes en la capacidad competitiva de algunos de los países de la Zona Euro.

En su conjunto los expertos asumen en el Eurosistema que la presión de los costes salariales se irá incrementando poco a poco y afectará también a la presión sobre los precios en las economías de la zona Euro. En estos momentos yo no puedo apreciar una espiral peligrosa a la baja de los precios y salarios en la Zona Euro. Y a este respecto considero también que en el pasado se ha exagerado.

Por lo que es correcto el que se espere a ver cuál es el efecto de las medidas acordadas. Con muchas de las nuevas medidas no tenemos en el Eurosistema ninguna experiencia. La incertidumbre sobre cuál será el impacto que tendrán es grande y es el tema que trataremos en el próximo Informe Mensual.

Una de las correas de transmisión importantes de las medidas no convencionales es el tipo de cambio. Lo cual significa que si muchos de los grandes Bancos Emisores se apoyan en este canal existe el peligro de que el impacto de su Política Económica se neutralice mutuamente.

El tipo de cambio no debe convertirse en un instrumento activo de la política. Debe quedar en claro para todos que la carrera devaluatoria genera daños económicos muy graves. Mi impresión en el Encuentro del G7 en Sendai en Mayo fue que esta era la interpretación de todos los Países del G7.

En términos generales tiene validez el que la utilidad de las medidas no convencionales se debe compensar siempre con los riesgos y con las posibles consecuencias colaterales. Cuanto más tiempo dure la política monetaria ultraligera mayores serán los daños en un posible efecto colateral. Lo cual puede tener, por su parte, consecuencias para la evolución de los precios o para disponer de la capacidad que permita asegurar la estabilidad de precios.

### 4. La importancia de la estabilidad de precios en los periodos de baja inflación

Estamos viviendo el que la Política Monetaria, incluso en periodos de muy baja inflación, tiene que cuidarse para lograr la tasa de inflación perseguida. Para muchos ciudadanos la situación actual exige probablemente acostumbrarse. Durante décadas la estabilidad de precios estuvo amenazada por fuertes incrementos de precios y en la actualidad son las bajas tasas de inflación el motivo para actuar.

A la vista de las muy bajas tasas de inflación desde hace tiempo existe también el peligro de que los ciudadanos de la Zona Euro pierdan la conciencia de la importancia de la estabilidad de precios. Para los Bancos

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 77 septiembre 2016**

emisores esto es peligroso. Ya que cuando vuelva a incrementarse la inflación y tengan que ajustarse las riendas de la Política Monetaria y teniendo en cuenta las actuales elevadas tasas de endeudamiento de los Estados, habrá que demorar un incremento de los tipos de interés. Pero para cuando comiencen estos debates se necesitará del apoyo de la población para una Política Monetaria orientada a la estabilización. Lo mismo que en la actualidad necesitamos de la comprensión de que las bajas tasas de inflación exijan una orientación expansiva de la Política Monetaria, lo cual no significa que algunas de las medidas no tengan alternativas.

El fin de la Fundación del “*Geld und Währung*”, esto es, la concienciación de la población por mantener la importancia de la estabilidad de precios sigue siendo actual en las actuales fases de una baja tasa de inflación.

Las fuerzas que en el pasado presionaron al alza las tasas de inflación no han desaparecido básicamente. En la actualidad coinciden diversos factores que suavizan la presión de los precios en la Zona Euro y ciertamente de manera transitoria.

Desde finales del año 2014 ha sido precisamente la fuerte reducción de los precios de las materias primas- y aquí no hablamos solamente del precio del petróleo- la causante de la baja inflación en la Zona Euro. Estos factores externos coinciden, sin duda, con una ya de por sí débil evolución de los precios en la Zona Euro. Ya que precisamente en los años 2012 hasta 2014 se suavizó la tendencia de los precios, en gran parte, como consecuencia de factores económicos internos, tales como el débil desarrollo económico.

En muchos de los países de la Zona Euro muchas empresas y economía domésticas reducen paulatinamente sus elevados endeudamientos. Reconocen, por ejemplo, el que las empresas y las economías domésticas en este momento ahorran más que invierten.

Algunos de los antiguos Países en crisis han conseguido reducir los déficits de la Balanza de Cuenta Corriente e, incluso, lograr superávits. Lo que implica que esta necesaria mejora de la capacidad competitiva en precios, por ejemplo, se logra mediante un desarrollo salarial contenido suavizando la presión sobre los precios en estos Países. Además están los esfuerzos de consolidación de los Presupuestos Públicos que ha ejercido también una tendencia suavizante e, incluso, a pesar de que ya desde el año 2013 haya dejado de ejercerse esta presión.

El Banco Central Europeo estima que estos factores referidos a la Zona Euro han contribuido a que las tasas de inflación, sin energía y sin los alimentos sin transformar, esto es, la tasa base se encuentre desde mediados del año 2013 en la Zona Euro en torno a un 1% por debajo de la tasa de los Estados Unidos. (3)

Con el fin de completar el tema debo mencionar dos factores adicionales que en el momento actual pueden discutirse como causas

posibles del mantenimiento de una inflación baja: la globalización y el envejecimiento de la Sociedad en muchos de los países industriales.

Existen, sin duda, referencias de una reducción de la inflación tendencial, pero también es muy alta aquí la incertidumbre de las estimaciones. Las investigaciones realizadas para la Zona Euro demuestran que a pesar de toda la incertidumbre de la denominada curva de Phillips, esto es, la relación entre inflación y la situación coyuntural, esta sigue en principio existiendo y, con ciertas, especificaciones, pueden aclarar muy bien la menor presión sobre los precios desde el año 2012.

El que el incremento de la curva de Phillips para la Zona Euro nos dé la medida sobre cómo reacciona la inflación a una modificación de la situación coyuntural, que es últimamente mayor como consecuencia de la profunda y larga recesión y los esfuerzos de Reformas en algunos Países de la Zona Euro, tales como Italia y España.

Para Alemania no puede determinarse, por el contrario, ninguna modificación estructural de los parámetros de la curva de Phillips. Aquí la influencia de las magnitudes de la economía real sobre la tasa de inflación es muy baja, lo que no es sorprendente a la vista del desfase del output a partir del año 2012. Dominan básicamente magnitudes del Comercio Exterior como el precio del petróleo y los precios de importación sin energía (4).

La tarea del Eurosistema es, consiguientemente, cuidar de que la tasa de inflación a plazo medio sea conforme con la tasa perseguida por debajo del 2%. Pero también la política puede contribuir, por su parte, a que la fase actual de esta baja tasa de inflación pueda terminar más bien antes que después (5).

Pies de nota

1. R Barro (1996), *Inflation and Growth*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 1996.
2. J Andrés und I Hernando (1997), *Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence for the OECD*. NBER Working Paper No 6062.
3. M Draghi (2015), *Global and Domestic Inflation*, Speech at the Economic Club of New York, 4. December 2015.
4. V Constancio (2015), *Understanding Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Panel Remarks at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 29. August 2015.
5. Deutsche Bundesbank (2016), *Die Phillips-Kurve als Instrument der Preisanalyse und Inflationsprognose in Deutschland*. Monatsbericht April 2016, p. 31 ss



Desde Mayo 2011 es Presidente del Bundesbank, Miembro del Governing Council del BCE y Governor del FMI, Miembro del Consejo del FSB, y del ESRB. De 2006 al 2011 fue responsable del Departamento de Política Económica y Fiscal de la Cancillería Alemana. Realizó sus estudios y se Doctoró en la Universidad de Bonn y fue Miembro de la Comisión de Expertos como Secretario General.